

**UNIVERSITAT DE VALÈNCIA**

**FACULTAD DE ECONOMÍA  
DEPARTAMENTO DE FINANZAS EMPRESARIALES**

**LICENCIATURA EN INVESTIGACIÓN Y TÉCNICAS DE  
MERCADO**

**15463 DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA**

**TEMA 3: LA FINANCIACIÓN EXTERNA:  
EL MERCADO DE CAPITALES**

**Profesor:** Vicente Sanchis Berenguer

**CURSO ACADÉMICO 2002/2003**

**TEMA 3: LA FINANCIACIÓN EXTERNA:**  
**EL MERCADO DE CAPITALES**

**3.1 CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL SISTEMA FINANCIERO.**

**3.2 EL MERCADO DE CRÉDITO.**

**3.3 LOS MERCADOS DE EMISIÓN: ACCIONES Y OBLIGACIONES.**

**Bibliografía:**

**Fernández Blanco, M. y otros (1991): “Dirección Financiera de la empresa”. Pirámide. Madrid. Capítulos 6 - 7. Págs. 138 – 176.**

**Rodríguez, L. ; Parejo, J. A. ; Cuervo, A. y Calvo, A. (2000): “Manual del sistema financiero español”. Ariel. Barcelona. Caps. 1 y 2.1. Págs. 1- 30.**

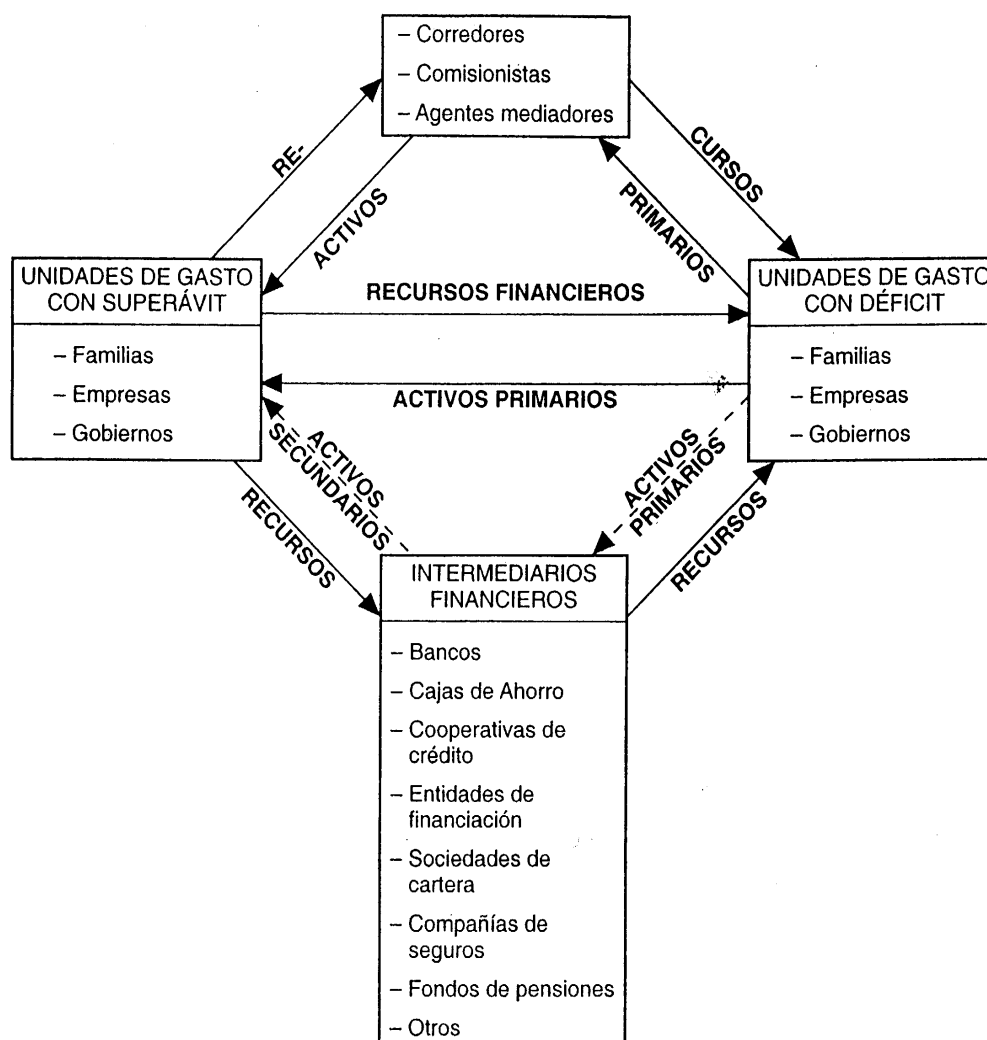
**Suárez Suárez, A. S. (1998): “Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa”. Pirámide. Madrid. Capítulos 23 y 25. Págs. 335 – 350, 360 – 365.**

### 3.1 CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL SISTEMA FINANCIERO

- ◆ En el tema 2 hemos visto que las empresas generan recursos por el desarrollo de su propia actividad (autofinanciación). No obstante, estos recursos no son suficientes para cubrir sus necesidades de financiación. Por tanto, deben buscar financiación externa. Es decir, deben tratar de conseguir estos recursos en el SISTEMA FINANCIERO. En este primer epígrafe, vamos a ver el sistema financiero español.
- ◆ Cabe señalar que el ámbito financiero es uno de los que más cambios ha sufrido en los últimos años. En concreto:
  - Hasta los años 70 (1977), el sistema financiero español estaba protegido contra la entrada de nuevos competidores y la prestación de servicios financieros, bursátiles, de préstamo y captación de recursos estaba monopolizada por las instituciones bancarias españolas.
  - A partir de dicha fecha, los mercados financieros han experimentado un proceso de evolución que se aceleró especialmente con el ingreso de España en la Unión Europea. En esta evolución, la competencia ha favorecido el desarrollo de nuevos productos y servicios y, por tanto, nuevas formas de financiación más complejas y sofisticadas.
- ◆ **Definición:** siguiendo a Rodríguez, L. y otros (2000, pág. 1) “el sistema financiero de un país está formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit”.
- ◆ Como indican los propios autores, esta labor de intermediación, llevada a cabo por las instituciones que componen el sistema financiero, se considera básica en las economías de mercado por dos razones:
  - La primera es la no coincidencia, en general, de ahorradores e inversores. Es decir, las unidades que tienen déficit son distintas de las que tienen superávit.
  - La segunda es que los deseos de los ahorradores tampoco coinciden, en general, con los de los inversores respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos emitidos por estos últimos. Por tanto, los intermediarios han de llevar a cabo una transformación de los

activos financieros primarios emitidos por las unidades inversoras (con el fin de obtener fondos para aumentar sus activos reales), en activos financieros indirectos, más acordes con los deseos de los ahorradores.

- ◆ Así pues, el sistema financiero comprende tanto los instrumentos o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros y permite captar el excedente de los ahorradores (unidades de gasto con superávit) y canalizarlo hacia los prestatarios públicos o privados (unidades de gasto con déficit).
- ◆ El siguiente gráfico refleja el funcionamiento del sistema financiero de un país:



**Cuadro 1:** El sistema financiero. Obtenido de Rodríguez, L. y otros (2000) a partir de Kaufman, G. G. (1978) "El dinero, el sistema financiero y la economía". Ed. I.E.S.E. Universidad de Navarra.

Respecto a dicho cuadro, cabe señalar que (Fernández Blanco, M. y otros, 1991, págs. 140 – 142):

- ◆ Los agentes económicos que operan en el sistema financiero son: las familias, las empresas y el gobierno. Estos agentes constituyen las unidades básicas.
- ◆ Las unidades básicas producen y consumen bienes y servicios. Además ahorran e invierten sus recursos financieros.
- ◆ Como unidades de gasto, pueden tener en un momento determinado un déficit que deben cubrir buscando recursos. En este caso serán prestatarios últimos, mientras que si tienen un superávit que deben colocar, serán un prestamista último o unidad ahorradora.
- ◆ No obstante, una misma unidad básica puede ser simultáneamente unidad de gasto con déficit y superávit en un mismo periodo de tiempo. Por ejemplo, una empresa que necesita financiación a largo plazo y, a la vez, tiene excedentes de tesorería que quiere colocar a corto plazo para obtener una rentabilidad. Una familia puede necesitar un crédito hipotecario para comprar un piso y simultáneamente mantiene una cuenta corriente en un banco.
- ◆ Para cubrir sus déficits las unidades de gasto emiten (crean) activos financieros. Al respecto, se entiende por activo o instrumento financiero todo reconocimiento de deuda a favor de su poseedor (para el que es un activo) y en contra de su emisor (para quien es un pasivo).
- ◆ Estos activos financieros creados por las unidades de gasto con déficit se denominan “títulos primarios” (acciones, obligaciones, préstamos hipotecarios, etc.) y se venden a los ahorradores para obtener fondos.
- ◆ Estos títulos primarios se pueden colocar directamente entre los ahorradores últimos o utilizando los servicios de agentes especialistas (*brokers, dealers y market makers*) que únicamente realizan una función de mediación, poniendo en contacto oferta y demanda de títulos (parte superior del cuadro). Por tanto, siguiendo a Soldevilla (1990)<sup>1</sup>, podemos distinguir entre:

---

<sup>1</sup> Soldevilla, E. (1990): “Inversión y mercado de capitales”. Ed. Milladoiro. Vigo.

- Financiación directa cuando los propios emisores colocan sus títulos entre los ahorradores.
  - Financiación indirecta cuando la colocación de los títulos primarios se apoya en los agentes especialistas.
- ◆ No obstante, como es muy difícil que coincidan las necesidades de los prestatarios últimos con los deseos de los ahorradores finales (ya que hay que tener en cuenta varios parámetros: volumen de fondos, coste o rentabilidad de los mismos y vencimiento), aparecen los intermediarios financieros (parte inferior del cuadro) que cumplen la función básica de transformación de activos financieros. Así, estos intermediarios financieros toman títulos primarios de los prestatarios, proporcionándoles los fondos adecuados a sus necesidades y cediendo títulos secundarios, indirectos o transformados a los ahorradores. Por ejemplo, un banco capta recursos de las unidades de gasto con superávit en la forma de depósitos (activo financiero indirecto o secundario) y concede préstamos a las unidades de gasto con déficit.

A continuación, vamos a centrarnos en los intermediarios financieros.

- ◆ Como se puede observar en el cuadro 1, podemos distinguir dos grandes grupos dentro del conjunto de instituciones mediadoras entre prestamistas y prestatarios últimos de la economía:
1. Intermediarios financieros en sentido estricto.
  2. Agentes especialistas.

#### 1 - Intermediarios financieros en sentido estricto

- ◆ Son instituciones mediadoras entre prestamistas y prestatarios últimos de la economía y su característica fundamental es que realizan un proceso de transformación de activos.
- ◆ Como se indica en Fernández Blanco y otros (1991, pág. 144), actúan como «empresas» que realizan un proceso productivo. Esto es, reciben unas entradas o inputs (dinero y activos financieros) y los someten a un proceso de transformación

para obtener unas salidas u outputs (dinero y activos financieros), aumentando el valor de los mismos.

- ◆ En este proceso productivo, los inputs se reciben con unas características de volumen, coste, plazo y riesgo distintas a las de los outputs. En general, los intermediarios financieros reciben de sus clientes dinero y activos en volúmenes pequeños, con vencimiento a corto plazo e incluso a la vista como inputs y les proporcionan a estos mismos clientes o a otros distintos dinero y activos financieros en el volumen deseado, generalmente grande y con vencimiento a medio y largo plazo como outputs (Fernández Blanco, M. y otros 1991, pág. 144).
- ◆ Estos intermediarios financieros pueden ser clasificados atendiendo a distintos criterios. Uno de estos es el establecido por Soldevilla (1990) quien, siguiendo las directrices de la Unión Europea, distingue entre:
  - Instituciones de depósito. Se caracterizan por captar recursos de los agentes económicos (familias, empresas, etc.) mediante las cuentas de depósitos a plazo, a la vista, etc.  
Se trata de los Bancos, Cajas de ahorro y Cooperativas de crédito.
  - Instituciones contractuales. Atraen fondos negociando contratos legales para proteger al ahorrador contra el riesgo de vida, enfermedad y retiro. Estos fondos los invierten en acciones, obligaciones, etc. Por tanto, en estas instituciones la función mediadora es subsidiaria de su actividad aseguradora de riesgos, que es la principal.  
Se trata de las Compañías de Seguros, Fondos de Pensiones y la Seguridad Social.
  - Instituciones de inversión colectiva. Son Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, Sociedades y Bancos de Inversión, Bancos de Inversión Hipotecaria, Fondos Mutuos, etc. que venden participaciones de inversión al ahorrador e invierten el dinero captado en acciones, obligaciones y otros títulos.

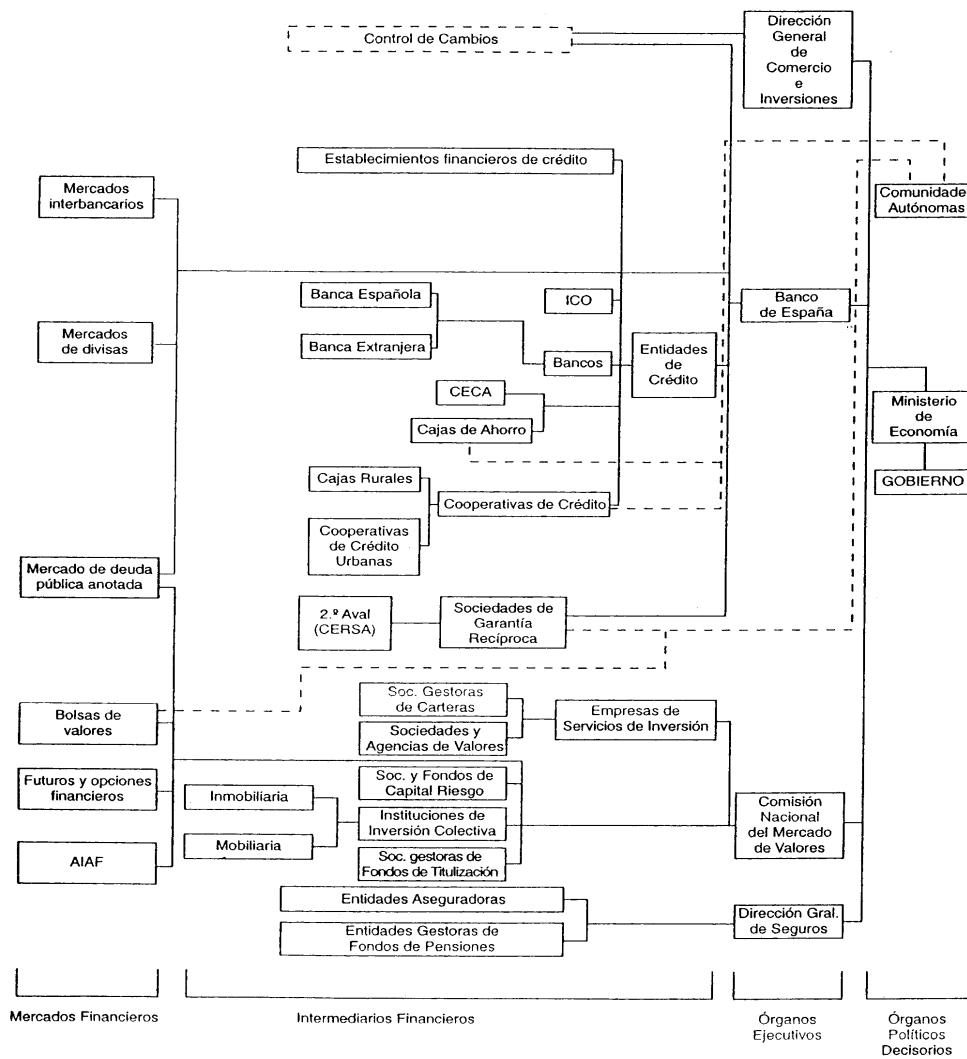
## 2 – Agentes especialistas

- ◆ También se denominan intermediarios financieros y su misión consiste en acercar la oferta y la demanda de los activos para ahorrar tiempo y costes a las unidades de gasto inversoras y ahorradoras.
- ◆ Estos agentes especialistas no realizan ninguna transformación de activos, simplemente compran los activos primarios a los emisores y los venden a los ahorradores. No obstante, su papel es también importante en el sistema, pues al contar con información sobre oferta y demanda existente para cada activo, reducen drásticamente los costes de búsqueda e intermediación.
- ◆ Se distinguen tres tipos básicos de especialistas, según la responsabilidad que asumen y las funciones que cumplen en el mercado:
  - a) Brokers (comisionistas). Se caracterizan porque actúan siempre por cuenta ajena. Se limitan a trasladar al mercado las órdenes de compra y venta que reciben de sus clientes, pero no pueden crear oferta y demanda. Es decir, son simples comisionistas que no asumen riesgos. Por cada operación que «casan», reciben un pago o «comisión» y siempre son tomadores de precio.
  - b) Dealers (negociantes). Son *brokers* que pueden actuar por cuenta propia. Si actúan por cuenta propia, deben indicarlo en la operación, ya que son agentes que tienen mayor información y su actuación puede ser relevante para terceros. En este caso, compran activos primarios que mantienen en cartera y posteriormente los venden a otros inversores. Por tanto, crean oferta y/o demanda en el mercado. Son mediadores y los beneficios que consiguen son consecuencia de la asunción de riesgos y de la gestión de su propia cartera. En concreto, si se cumplen sus expectativas sobre la evolución del precio de los activos, obtendrán un beneficio por la diferencia de precios. Normalmente, son tomadores de precio en los mercados.
  - c) Market makers, o creadores de mercado. Se trata de *dealers* que se especializan en algunos títulos en los que actúan como “dadores de precio”. Aseguran la liquidez del mercado, ya que cotizan continuamente precios “en firme” de compra (bid) y de venta (ask). Están obligados a satisfacer las órdenes que reciben a esos precios. Esto es, a comprar y vender todo lo que se les pide a esos



precios. Su beneficio se deriva de la diferencia entre los precios que publican (*spread*) y del tratamiento favorable del mercado (menores comisiones).

Los market makers no eran habituales en los mercados españoles (sí en los mercados anglosajones). Estos agentes especiales suelen existir en mercados nuevos que empiezan a funcionar. Esto es creando el mercado para títulos nuevos en los que no hay un mercado secundario y, por tanto, garantizan la liquidez de esos títulos. Actualmente, en España sólo existen creadores de mercado en los mercados de opciones, de futuros, de deuda anotada y en el mercado AIAF (Asociación de intermediarios de activos financieros: Mercado organizado no oficial de renta fija privada).



**Cuadro 2:** Estructura actual del sistema financiero español. Obtenido de Rodríguez, L. y otros (2000).

Veamos brevemente la estructura actual del sistema financiero español, basándonos en Rodríguez, L. y otros (2000, pág. 25- 30).

- ◆ En España, la máxima autoridad en materia de política financiera es el Gobierno y el Ministerio de Economía es el máximo responsable en cuanto al funcionamiento de las instituciones financieras.
- ◆ El Ministerio de Economía ejerce sus funciones a través de cuatro órganos ejecutivos:
  - Dirección General de Comercio e Inversiones.
  - Banco de España.
  - Comisión Nacional del Mercado de Valores.
  - Dirección General de Seguros.
- ◆ El Banco de España es el órgano ejecutivo con más atribuciones tanto por el número de entidades financieras y volumen de recursos bajo su control, como por ser el encargado de ejecutar la política monetaria en nuestro país, en el ámbito del Sistema Europeo de Bancos Centrales, ya que las competencias en cuanto a su definición, instrumentación y objetivos a alcanzar para todos los países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME), fueron transferidas al Banco Central Europeo (BCE) a partir de enero de 1999.
- ◆ Del Banco de España dependen:
  - Las entidades de crédito en sentido estricto cuya característica común es la posibilidad que tienen de captar recursos del público en forma de depósitos o títulos similares, aplicándolos a la concesión de créditos o a operaciones de naturaleza similar. Estas entidades comprenden:
    - El Instituto de Crédito Oficial (ICO).
    - Los bancos privados, tanto españoles como extranjeros instalados en España.
    - Las Cajas de Ahorro y la Confederación Española de Cajas de Ahorro.
    - Las Cooperativas de Crédito.
  - Los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC) son entidades financieras de crédito que no pueden captar recursos del público en forma de depósitos.

- Las Sociedades de Garantía Recíproca y el sistema de Segundo Aval (CERSA).
  - Algunos mercados financieros: los interbancarios, el de divisas y el de deuda pública anotada, aunque éste último también depende de la CNMV).
  - El Banco de España comparte además funciones en materia de control de cambios con la Dirección General de Comercio e Inversiones.
- ◆ La Dirección General de Seguros ejerce todas las competencias respecto a las entidades aseguradoras de todo tipo y sobre las entidades gestoras de los fondos de pensiones.
- ◆ La Comisión Nacional del Mercado de Valores se creó por la Ley 24/1988, de 28 de julio (ley de reforma del mercado de valores en España). Se trata de una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. Sus funciones son:
- La supervisión e inspección del mercado de valores.
  - Velar por la transparencia de este mercado. Esto es por la correcta formación de los precios y de la protección a los inversores, para lo cual difunde cuanta información sea necesaria.
  - Asesora al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en los casos en los que una Comunidad Autónoma tenga competencias en este ámbito, a sus órganos competentes.

De ella dependen:

- Las Sociedades y Agencias de Valores.
- Las entidades de inversión colectiva (sociedades y fondos), tanto mobiliaria como inmobiliaria.
- Las sociedades gestoras de los fondos de titulización.
- Los mercados de valores (bolsas y otros).
- Entidades de capital riesgo.

Cabe señalar que las Comunidades Autónomas también tienen competencias en el sistema financiero, fundamentalmente en las Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito.

## Características, tipos y funciones de los activos financieros

### Definición

- ◆ Siguiendo a Rodríguez, L y otros (2000, pág. 4) se llaman activos o instrumentos financieros a los “títulos (o, cada vez más, simples anotaciones contables) emitidos por las unidades económicas de gasto, que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan”.
- ◆ Es decir, un activo financiero o instrumento financiero es todo reconocimiento de deuda a favor de su poseedor, para quien es un ACTIVO y en contra de su emisor, para quien es un PASIVO.

### Tipos básicos

Al hablar de instrumentos financieros, podemos distinguir entre:

- ◆ Instrumentos financieros primarios  
Son emitidos por las unidades económicas con déficit con el fin de obtener recursos. Los dos tipos de activos financieros más importantes emitidos por las empresas son: las acciones (títulos de renta variable), las obligaciones (títulos de renta fija) y los pagarés de empresa.
- ◆ Instrumentos financieros secundarios (indirectos o transformados)  
Son los activos financieros emitidos por los intermediarios financieros, que adquieren los títulos primarios y emiten títulos secundarios más acordes con las preferencias de los ahorradores.

### Funciones

Los activos financieros cumplen dos funciones fundamentales (Rodríguez, L. y otros 2000, págs. 5 – 6):

#### **1. Son instrumentos de transferencias de fondos entre agentes económicos.**

Cualquier transmisión de activos financieros origina una transferencia de fondos desde el agente económico que los adquiere al que los vende, tanto si es el emisor original del activo como si es el último poseedor del mismo. De este modo, los activos financieros son medios para canalizar el ahorro generado por las unidades económicas con superávit.

## **2. Son instrumentos de transferencia de riesgo.**

El poseedor del activo adquiere un derecho sobre los recursos del emisor en el momento de vencimiento del título. Como dichos recursos pueden variar, el poseedor del activo asume una parte del riesgo de dicha actividad del emisor. Así, el emisor transfiere a los compradores de los títulos una parte del riesgo de su inversión.

### **Características básicas de los activos financieros**

Las características principales de los activos financieros son 3: liquidez, rentabilidad y riesgo (Fernández, M. y otros 1991, págs- 147 – 149; Rodríguez, L. y otros 2000, págs. 6 – 7). Veamos cada una de estas características en detalle siguiendo las referencias anteriores:

#### **1. LIQUIDEZ**

La liquidez de un activo se mide por la facilidad y certeza de su conversión en dinero a corto plazo sin pérdida de valor. Por tanto, el grado de liquidez de un activo depende de dos factores:

- 1- De lo fácil y rápido que pueda convertirse en dinero.
- 2- De la seguridad de su conversión en dinero sin pérdida de valor.

Es decir, un activo es más líquido cuanto más rápidamente y con menores pérdidas es convertible en dinero. Por ejemplo, los depósitos bancarios cumplen ambas condiciones y son casi tan líquidos como el dinero. La liquidez depende del mercado, ya que cuanto más amplio y profundo sea, mayor será la liquidez.

#### **2. RIESGO**

El riesgo de un activo tiene que ver con la probabilidad de cumplimiento de todas las obligaciones que conlleva la emisión del activo. Depende de:

- 1- La solvencia del emisor.
- 2- Las garantías que incorpora el activo.

Como ejemplos de activos más seguros tenemos los emitidos por el Estado y las administraciones públicas, mientras como ejemplo de los activos menos seguros tenemos las acciones emitidas por las empresas privadas de países emergentes.

### 3. RENTABILIDAD

La rentabilidad de un activo se refiere a la capacidad de producir resultados para el comprador. Estos resultados serán el pago de la cesión temporal de sus recursos y el pago de la asunción temporal de parte del riesgo.

El rendimiento que produce un activo durante un cierto período de tiempo se suele medir por el ratio o cociente entre el incremento de valor experimentado durante este tiempo y el valor al inicio de período:

$$R_t = \frac{V_F - V_0}{V_0}$$

de esta forma, estamos midiendo el rendimiento en términos relativos y el cociente suele denominarse : RENTABILIDAD, RENDIMIENTO o RETORNO.

Cabe señalar que la rentabilidad de un activo para su propietario constituye coste para el emisor (aunque no necesariamente coincide).

En función de estas tres características, los agentes económicos ordenan sus carteras eligiendo combinaciones adecuadas a sus preferencias de liquidez, rentabilidad y riesgo. En cuanto a la relación entre las tres características, en general, un activo será más rentable cuanto menor sea su liquidez y cuanto mayor sea su riesgo. Es decir, cuanto mayor sea el riesgo de incumplimiento del emisor, mayor será la rentabilidad que exija el comprador para compensar la mayor probabilidad de pérdida de su poder adquisitivo.

En principio, la liquidez la fija el mercado. Esto es, el mercado es el que le da a un activo la capacidad para transformarse en dinero. Entonces, una vez que el inversor determina en qué mercado desea participar, estudiará el activo concreto que desea en este mercado en función del binomio rentabilidad-riesgo que se ajuste a sus preferencias.

### **Características, tipos y funciones de los mercados financieros**

El encuentro entre la oferta y la demanda de cualquier tipo de mercancía negociable se produce en su mercado correspondiente. Salvo en los mercados de trueque (en los que se intercambia una mercancía por otra), en todos los mercados se intercambia dinero como contraprestación de las mercancías negociadas.

Por tanto, como el dinero cumple la función de medio de pago, es la mercancía que se intercambia la que caracteriza el correspondiente mercado. Así, podemos distinguir los siguientes tipos de mercado:

1. Mercados de trabajo => Se contratan activos humanos.
2. Mercados de producto => Se negocian activos reales.
3. Mercados financieros => Las mercancías negociadas son activos o instrumentos financieros.

### **Definición**

Centrándonos en el mercado financiero que es el que nos interesa, se puede definir como el LUGAR, MECANISMO O SISTEMA mediante el cual se compran y venden activos financieros y se determina el precio de estos activos financieros.

De la propia definición se extraen las FUNCIONES del mercado financiero:

1. PONER EN CONTACTO OFERTA Y DEMANDA DE ACTIVOS FINANCIEROS. Para ello, no es necesario que exista un espacio físico concreto donde se realicen los intercambios. El contacto entre los agentes que operan en él puede establecerse de diversas formas: por teléfono, fax, ordenador...
2. SER UN MECANISMO APROPIADO PARA LA FIJACIÓN DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS. Esto se produce automáticamente en los mercados secundarios o de negociación; en cambio, para fijar los precios en los mercados primarios o de emisión se toma como referencia la situación del mercado secundario.
3. PROPORCIONAR LIQUIDEZ A LOS ACTIVOS. La existencia de mercados es lo que facilita la conversión de los activos en dinero. Al respecto, cuanto más desarrollado y amplio sea el mercado de un activo, más fácil será convertirlo en dinero sin pérdidas de valor.

4. REDUCIR LOS PLAZOS Y COSTES DE INTERMEDIACIÓN. Ya que el mercado es el cauce adecuado para el contacto rápido entre los agentes participantes en éste.
  5. REDUCIR COSTES DE BÚSQUEDA DE LA INFORMACIÓN RELEVANTE. Los mercados son fuentes y difusores de información.
- ◆ Cuanto mejor se cumpla este conjunto de funciones, mayor será la EFICIENCIA del mercado y más se acercará a las características y funcionamiento de un mercado PERFECTO.
  - ◆ En el mercado perfecto el precio que se forma es el "verdadero precio", el "justo" (un único precio formado por contraposición entre oferta y demanda que refleja el valor de mercado del activo).
  - ◆ Los dos puntos claves para que un mercado se acerque al ideal de mercado perfecto son:
    - La INFORMACIÓN.
    - La SEGURIDAD de que ningún participante pueda influir sobre el precio (manipularlo).

Por ello, todas las medidas legales y reglamentarias que se toman para asegurar la imposibilidad de manipulación en la formación del precio y para que la mayor cantidad de información fluya en el mercado y sea transmitida con rapidez, inciden directamente en la EFICIENCIA/CALIDAD de dicho mercado.

### CLASIFICACIÓN

Los mercados financieros se pueden clasificar atendiendo a diferentes criterios que no son incompatibles entre sí, de forma que un mismo mercado puede pertenecer simultáneamente a diferentes categorías de clasificación. Podemos destacar las siguientes clasificaciones:

1. SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS NEGOCIADOS:
  - A. Mercados monetarios.
  - B. Mercados de capitales.



### A.- Mercados monetarios o mercados de dinero

Las características fundamentales de los activos que se negocian en estos mercados son:

- VENCIMIENTO A CORTO PLAZO.
- BAJO RIESGO.
- ALTA LIQUIDEZ.

En general, los activos con plazo igual o inferior a un año se consideran a corto plazo. Pero en los mercados monetarios también se negocian activos con vencimientos a 3 o 5 años (Obligaciones del Estado, Títulos hipotecarios, etc.). Por esta razón, en estos momentos se acepta que los elementos distintivos del mercado monetario son:

- ELEVADA LIQUIDEZ: existencia de buenos mercados donde se negocien activos.
- REDUCIDO RIESGO: en función de la solvencia y garantías del emisor y del activo: Estado, comunidad, deuda,...

La FUNCIÓN PRINCIPAL de los mercados monetarios es la de ser instrumento al que las empresas acuden para:

- Financiar activo circulante o,
- colocar sus excedentes de tesorería:

**Ejemplos de activos:** créditos a corto plazo, deuda del Estado a corto plazo (letras del tesoro); pagarés bancarios; bonos de caja y tesorería.

**Ejemplos de mercados monetarios:** mercado interbancario; mercado de deuda pública anotada.

### B.- Mercados de capitales

En estos mercados se negocian activos con vencimiento a medio y largo plazo.

La FUNCIÓN PRINCIPAL es la de ser instrumento principal para la financiación de inversiones a largo plazo en la empresa: activo fijo y fondo de maniobra (parte estable del activo circulante).

Es por lo tanto el camino principal para la canalización del ahorro hacia la inversión productiva de las economías.

**Ejemplos de activos:** acciones, obligaciones a largo, préstamos a largo.

**Ejemplos de mercados de capitales:** Bolsas de valores, mercado de deuda anotada pública en activos: obligaciones, bonos del estado.

Además en cada uno de estos mercados podemos distinguir:

Mercados de crédito: en los que los activos están representados por créditos y préstamos proporcionados por los intermediarios financieros.

Mercados de títulos: en los que los activos están representados por títulos valores o anotaciones en cuenta que se negocian en mercados específicos.

**Ejemplos de activos del mercado de crédito:** créditos a corto y créditos y préstamos a largo.

**Ejemplos de mercados de crédito:** el denominado mercado de crédito en sentido estricto.

**Ejemplos de activos del mercado de títulos:** letras del tesoro, obligaciones del estado, acciones de empresas, obligaciones de empresas.

**Ejemplos de mercados de títulos:** bolsas de valores, mercado de deuda pública anotada, AIAF (bonos empresa).

## 2.- SEGÚN LA FASE DE NEGOCIACIÓN DEL ACTIVO FINANCIERO:

- A. Mercados primarios o de emisión.
- B. Mercados secundarios o de negociación.

### A.- Mercados primarios

Son aquéllos en los que los activos financieros intercambiados son de NUEVA CREACIÓN. Son los mercados en los que el emisor del activo lo coloca por primera vez. Es decir, un título sólo puede negociarse UNA VEZ en el mercado primario (en el momento de su emisión).

**La FUNCIÓN PRINCIPAL:** es la de PROPORCIONAR FINANCIACIÓN a los emisores del activo.

Sólo a través de los mercados primarios las empresas encuentran la financiación.

**Ejemplo:** emisión de acciones en una ampliación de capital, obtención de un préstamo a través de un banco.

#### B.- Mercados secundarios

Aquéllos en los que se produce la segunda y posteriores negociaciones de un activo. Por tanto, en los mercados secundarios se comercializan activos YA EXISTENTES y lo que se produce con su compra y venta es un cambio en la titularidad de los mismos.

**La FUNCIÓN PRINCIPAL** es la de PROPORCIONAR LIQUIDEZ a los activos (sin crear nueva financiación).

**Ejemplo:** Bolsa, mercado deuda pública anotada.

### 3.- SEGÚN EL GRADO DE FORMALIZACIÓN DE SU FUNCIONAMIENTO:

A. Mercados organizados.

B. Mercados no organizados también llamados “no inscritos” o extrabursátiles.

#### A.- Mercados organizados

Son aquéllos en los que se negocia bajo una serie específica de normas y reglamentos que tratan de conseguir que los participantes del mercado y su funcionamiento se acerquen a las funciones básicas que deben cumplir los mercados. Existen normas sobre la calidad de los activos que se pueden negociar, sobre el sistema de formación del precio, sobre información y publicidad, sobre los agentes especialistas...

**Ejemplo:** Bolsas de valores, mercado de deuda pública, AIAF, mercado de opciones y futuros.

#### B.- Mercados no organizados

En ellos las condiciones de precio y cantidad la fijan libremente las partes que en ese momento están negociando esa operación en concreto. De forma que puede ocurrir que en ese momento, o en otro, activos con características idénticas se formalicen a diferente precio.

En estos mercados no existe una reglamentación estricta ni unos sistemas coordinados para establecer los acuerdos entre los participantes.

**Ejemplo:** mercado de crédito.

4.- SEGÚN EL GRADO DE INTERVENCIÓN DE LAS AUTORIDADES:

- A. Mercados libres.
- B. Mercados regulados.

A.- Mercados libres

En ellos el volumen de activos intercambiado y su precio se fija como consecuencia del libre juego de oferta y demanda.

No existe intervencionismo para alterar las fuerzas del mercado.

B.- Mercados regulados

En ellos se altera administrativamente el precio y/o cantidad de activos negociados y, por tanto, la financiación obtenida a través de los mimos.

A la financiación obtenida en estos mercados se la denomina “financiación privilegiada”. Con todo ello se altera el mercado y nos alejamos del mercado perfecto.

**Nota** Es importante no confundir:

Regulados => manipulados.

Organizados => con reglas para que funcionen mejor.

5.- SEGÚN QUE EXISTA UN LUGAR O SISTEMA ÚNICO PARA REALIZAR LAS TRANSACCIONES O NO:

- A. Mercados centralizados.
- B. Mercados descentralizados.

### A.- Mercados centralizados

En ellos existe un único lugar o sistema a través del cual se realizan las transacciones. Por tanto, existe un único precio del activo en cada momento.

**Ejemplo:** Mercado Continuo de Valores.

### B.- Mercados descentralizados

En los que existen diferentes sistemas o lugares de contratación distintos para los activos, por lo que para un mismo activo se pueden dar diferentes precios.

**Ejemplo:** Bolsa de Madrid, de Valencia, etc..

Los mercados centralizados son, por tanto, más eficientes que los descentralizados.

## 3.2 EL MERCADO DE CRÉDITO<sup>2</sup>

- ◆ Las empresas pueden obtener:
  - Recursos financieros propios: A través de la autofinanciación y el aumento del capital social (emisión de acciones).
  - Recursos ajenos: por ejemplo, emitiendo obligaciones (empréstitos).
- ◆ No obstante, sólo las grandes empresas cuyos títulos cotizan en Bolsa pueden considerar como fuente de financiación la emisión de acciones y obligaciones (mercado de títulos).
- ◆ Por tanto, la mayoría de las empresas que necesitan recursos financieros acuden a la autofinanciación y, cuando ésta no es suficiente, al crédito y al préstamo para conseguir recursos financieros (mercado de crédito).
- ◆ Antes de ver las características del mercado de crédito conviene considerar las distintas acepciones del término crédito. Así, siguiendo a Suárez Suárez, A. (1998, pág. 360), cuando consideramos el término crédito, podemos distinguir:
  - El concepto de crédito en sentido amplio, referido a la posibilidad que tiene una empresa de endeudarse dada su solvencia, ya sea emitiendo títulos-valores o pidiendo préstamos.

---

<sup>2</sup> Puede profundizarse el estudio del mercado de crédito en Rodríguez, L. y otros (2000): Op. Cit. Caps. 7 – 10, págs. 205 – 366.

- El concepto de crédito en sentido de préstamo que se refiere a una transferencia temporal de poder de disposición sobre un capital a cambio de la promesa, por parte del deudor, de pagarle al acreedor unos intereses y devolverle, además, dicho capital en una fecha o dentro de un plazo establecido<sup>3</sup>.

### **Características del mercado de crédito**

- ◆ El mercado de crédito engloba a todos aquellos mercados e instituciones financieras a través de los cuales los agentes económicos pueden financiarse sin tener que recurrir a los recursos propios, ni acudir a los Mercados de Valores para emitir valores representativos de deuda.
- ◆ Como se indica en Fernández, M. y otros (1991, pág. 160) el mercado de crédito es un mercado no organizado, de búsqueda directa, en el que los activos financieros intercambiados presentan el mayor grado de diversidad de todos los mercados financieros (activos financieros no normalizados).
  - Como es un **mercado no organizado**: el precio al cuál se intercambian los activos no es un precio de mercado. Es decir, no es un precio único y objetivo de referencia, sólo indica la existencia de un acuerdo entre las partes. No obstante, debido al gran número de intermediarios financieros existentes, está sometido a un nivel de competencia muy elevado. Al no existir un precio de mercado, nos podemos encontrar con que una misma operación tenga diferentes precios según los agentes que intervienen en la operación.
  - Al ser un mercado de **búsqueda directa**, son los propios agentes con déficit y superávit los que buscan directamente la contrapartida a sus deseos. El coste de la búsqueda y de la información lo soporta directamente el agente que quiere prestar u obtener el préstamo. Además, los costes de búsqueda y los plazos necesarios para llegar a obtener la financiación son normalmente mayores a los que se incurre en mercados organizados.

---

<sup>3</sup> A su vez, al referirnos al concepto de crédito en sentido de préstamo, podemos distinguir el término de crédito como sinónimo de cuenta de crédito (fuente de financiación a corto plazo) y el concepto de préstamo. En el siguiente tema veremos la diferencia entre ambas fuentes financieras.

Así, una empresa que necesita un determinado volumen de fondos para realizar una inversión puede acudir a un banco a solicitar un préstamo. La empresa negociará con el banco el volumen del préstamo, así como el plazo y las condiciones de devolución del mismo, que estarán en función de sus necesidades de financiación y de la rentabilidad de la inversión que desee acometer, ya que el coste del préstamo debe ser inferior a la rentabilidad esperada de la inversión.

- Los **activos** negociados en el mercado de crédito **no están normalizados**. Las características financieras de los activos son muy variadas, encontrándonos con una gran TIPOLOGÍA de activos (operaciones). Hay casi tantos activos como operaciones y, además, se pueden realizar múltiples combinaciones.

Esto supone, por un lado:

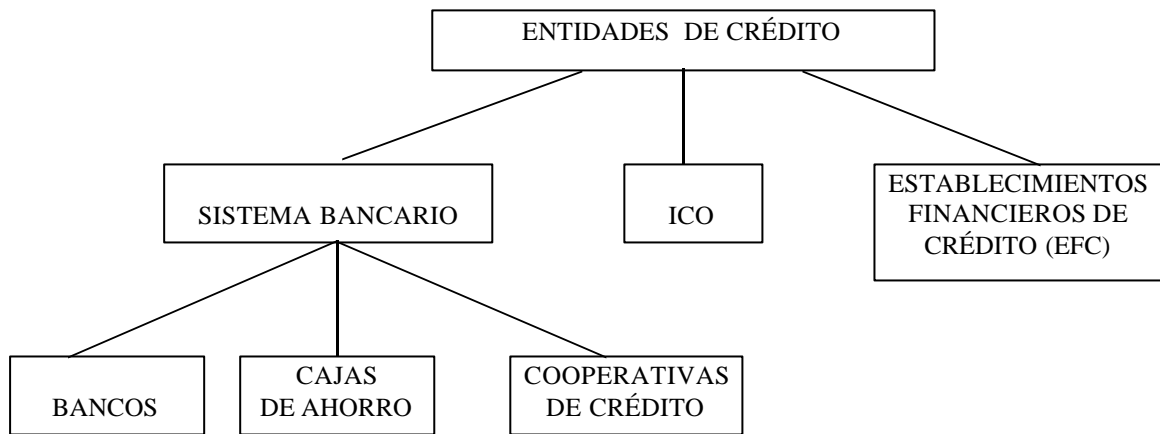
- Una **ventaja**, ya que las operaciones de financiación pueden adaptarse casi perfectamente a las necesidades de financiación => FLEXIBILIDAD.

Por otro lado, supone también

- Un **inconveniente**, dado que existe una menor transparencia a la hora de comparar alternativas. Así, aumentan los costes de búsqueda e información que soporta directamente el agente económico que busca financiación.

### **Los intermediarios financieros del mercado de crédito**

- ◆ Las principales instituciones financieras que intervienen en el mercado de crédito son los **INTERMEDIARIOS FINANCIEROS**, que normalmente actúan en **sentido estricto**, es decir, llevando a cabo una función de transformación de activos y que reciben el nombre de **ENTIDADES DE CRÉDITO**.
- ◆ El siguiente cuadro obtenido de Rodríguez, L. y otros (2000, pág. 205) refleja el esquema actual de las entidades de crédito en España.



**Cuadro 3:** Esquema actual de las entidades de crédito en España. Obtenido de Rodríguez, L. y otros (2000).

- ◆ Como se puede apreciar en el cuadro anterior, las entidades de crédito se pueden dividir en:

- **Bancarias:** Bancos, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito. Se trata del grupo más importante por su actividad y volumen. Estos intermediarios financieros también se llaman **entidades de depósito**. Se caracterizan porque reciben fondos de los agentes con superávit y conceden créditos a las unidades con déficit que, en nuestro caso, son las empresas. El beneficio de estas entidades procede de las comisiones que cobran por realizar estas operaciones y de la diferencia entre el tipo de interés que pagan por los depósitos aceptados y el que cobran por los créditos concedidos.

Además, las entidades bancarias están obligadas a pertenecer al **Fondo de Garantía de Depósitos** que fue creado en 1977 con el fin de garantizar a los clientes de dichas entidades la percepción de una cuantía máxima de sus depósitos en caso de crisis bancaria. Inicialmente, se estableció en 500.000 pts. y actualmente es de 20.000 €(Rodríguez, L. y otros 2000, pág. 270).

- **No bancarias:** Instituto de crédito oficial (ICO) y los establecimientos financieros de crédito.
- ◆ El mayor volumen de negociación dentro del mercado de crédito corresponde a las **entidades bancarias**. Por eso, a este tipo de financiación, también se le denomina financiación bancaria y, en España, la lleva a término:



- **Bancos** : Los bancos en España son de propiedad privada desde la privatización del Grupo Argentaria a principios de 1998 (que aglutinaba las entidades oficiales de crédito).

Siguiendo a Rodríguez, L. y otros (2000, pág. 259) las características de los bancos son:

- Habitualidad.
- Ánimo de lucro.
- Actuación bancaria (las operaciones fundamentales son la captación de depósitos y la concesión de créditos).
- Su naturaleza necesaria de Sociedades Anónimas. Además, las acciones tienen que ser nominativas.
- Su carácter privado.

Si bien, se puede distinguir:

- Bancos comerciales: especializados en la concesión de créditos a CORTO PLAZO (créditos en sentido estricto y descuento de papel).
- Bancos industriales o de negocios (de inversión): conceden preferentemente créditos a LP y MP e inmovilizan una parte importante de sus recursos financieros en la suscripción de valores industriales, existiendo por tanto, una fuerte vinculación entre estos bancos y la actividad productiva del país.
- Actualmente, la especialización queda confiada a la vocación de cada entidad y las actuales líneas del sistema bancario, tienden a borrar las diferencias.

- **Cajas de ahorro.** Se trata de instituciones de patronato oficial o privado, sin ánimo de lucro, de interés público, pero con naturaleza privada.

Las cajas de ahorro se caracterizan por (Rodríguez, L. y otros 2000, págs. 297 y 303-304):

- Su autonomía o independencia respecto a otras entidades.
- Carecen de capital social materializado en acciones.
- Su ausencia de ánimo de lucro. Se trata de instituciones que no persiguen el máximo beneficio económico, sino que la idea de lucro es sustituida por la de servicio. No obstante, esto no significa que no

consideren la racionalidad económica y la profesionalización, ya que sólo de esta manera se pueden obtener beneficios.

- Su naturaleza benéfico-social. Si bien la han ido perdiendo de forma progresiva a lo largo del tiempo para asemejarse cada vez más a los bancos. Actualmente, son instituciones fundamentalmente financieras, que siguen conservando cierto carácter social que se concreta en su obra benéfico-social.

Así, puesto que son entidades no lucrativas, no reparten dividendos y la parte de beneficio no aplicada a reservas deben destinarla a la financiación de la obra benéfico-social. Esta obra benéfico-social ha de orientarse a la sanidad pública, la investigación, enseñanza, cultura y servicios de asistencia social. Desde sus orígenes, ha ido evolucionando desde una primera etapa benéfica hasta la etapa actual, de carácter más sociocultural, relacionada con salas de exposiciones, bibliotecas, centros culturales, etc.

Desde 1977 las cajas de ahorro pueden realizar las mismas operaciones activas y pasivas que los bancos.

Las cajas de ahorro comprenden todas las cajas integradas en la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y la propia CECA.

La CECA es el órgano que las representa a nivel nacional e internacional y realiza funciones compensadoras y crediticias.

Como se indica en Rodríguez, L. y otros (2000, pág. 301), a finales de 1999 el número de cajas de ahorro en España, incluyendo la CECA, era 51. Si bien este número se ha reducido como consecuencia de los procesos de fusión de estas entidades.

Las cajas de ahorro constituyen, tras los bancos, el segundo sector por orden de importancia en nuestro sistema financiero (el balance consolidado a 31 de diciembre de 2001 suponía un 37,48% del balance total del sistema financiero, frente al 58,87% de la banca y 3,65% de las cooperativas de crédito. No obstante, en los últimos años se ha reducido la primacía de la

banca sobre las cajas de ahorro en cuanto a la captación de depósitos. Así, como recogen Rodríguez, L y otros (2000, pág. 302), los depósitos totales de las cajas de ahorro pasaron de ser un 33,8% del total en 1978 a un 51,3% en 1999, superando por primera vez a la banca en 1994.

Para concluir con las cajas de ahorro, cabe señalar la participación de los gobiernos autonómicos en las cajas de ahorro, lo que también las distingue de la Banca. Así, en todos los estatutos de autonomía se observa la tendencia de las comunidades autónomas a participar activamente en el nombramiento y gestión de los órganos rectores de las cajas.

- **Cooperativas de crédito.** Se trata de instituciones cuya naturaleza tiene un doble carácter:
  - Son sociedades cooperativas y, por tanto, están sometidas a la legislación sobre cooperativas.
  - Son entidades de depósito y han de cumplir la legislación de los intermediarios financieros bancarios y la normativa específica de las cooperativas de crédito.

Las cooperativas de crédito pueden realizar las mismas operaciones activas, pasivas y de servicios permitidas al resto de entidades de crédito con el límite de que deben atender preferentemente las necesidades financieras de sus socios y que el conjunto de las operaciones activas con terceros no puede alcanzar el 50% de los recursos totales de la entidad.

Las cooperativas de crédito se pueden **clasificar** en dos grandes grupos (Rodríguez, L. y otros 2000, pág. 333):

- Cajas Rurales o Cooperativas de Crédito Agrícola: tienen carácter rural y pueden ser locales, comarcales o provinciales. Están promovidas por cooperativas del campo y sociedades agrarias, siendo su objeto financiar la agricultura, ganadería y el sector forestal.
- Cooperativas de Crédito no agrarias de carácter industrial y urbano, que tienen su origen en asociaciones y cooperativas gremiales y profesionales.

- ◆ El Instituto de Crédito Oficial (ICO). Desde 1995 se trata de una entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía, que tiene naturaleza jurídica de Entidad de Crédito, con carácter de Agencia Financiera del Estado y con personalidad jurídica, tesorería y patrimonio propios.
  - El ICO actúa en una doble vertiente:
    - Como **Agencia Financiera del Estado**, el ICO ejecuta las operaciones financieras por cuenta del Gobierno. En este ámbito, interviene en aquellas situaciones que reclaman la intervención pública, como catástrofes naturales o crisis industriales y sociales. También en este ámbito, el ICO administra y gestiona los instrumentos de apoyo financiero a la exportación.
    - Como **Banco de Desarrollo**, el ICO tiene como misión prestar recursos a medio y largo plazo para financiar actividades productivas. A su vez, estas operaciones de financiación se clasifican en:
      - Operaciones de política económica. En éstas, la misión del ICO es el apoyo a las PYMES, así como la creación y gestión de instrumentos orientados al logro del equilibrio regional y la mejora del medio ambiente. Para ello, utiliza los bancos y cajas de ahorro mediante el sistema de créditos de mediación (el ICO aporta fondos a estas entidades en condiciones preferentes y éstas los distribuyen entre las PYMES).
      - Operaciones de mercado puro. Las realiza directamente el ICO y se dirigen a la financiación de grandes infraestructuras (telecomunicaciones, energía, transportes, etc.).
  - Respecto a la financiación del ICO, no puede captar depósitos del público y, por tanto, tampoco debe estar adscrito al Fondo de Garantía de Depósitos. Se financia mediante la emisión y colocación de pagarés, bonos, obligaciones (mercado de renta fija). También obtiene recursos de aportaciones del Estado.
- ◆ Los establecimientos financieros de crédito (EFC). Son entidades de crédito cuya actividad principal consiste en el ejercicio de una o varias de las actividades siguientes:

- a) Las de préstamo y crédito, incluyendo el crédito al consumo, crédito hipotecario y la financiación de transacciones comerciales.
  - b) Las de *factoring* con y sin recurso y sus actividades complementarias.
  - c) Las de arrendamiento financiero (*leasing*) y sus actividades complementarias.
  - d) La emisión y gestión de tarjetas de crédito.
  - e) La concesión de avales y garantías.
- Estas entidades tienen reservada la denominación de establecimiento financiero de crédito, así como la abreviatura EFC. Además, están obligadas a incluirlas en su denominación social.
  - Las limitaciones de estas entidades de crédito se dan por el lado del pasivo, ya que no pueden captar fondos del público en forma de depósitos (en consecuencia, no están sujetas al fondo de garantía depósitos). Su financiación viene de la emisión de valores de plazo superior al mes y de los recursos concedidos por otras entidades de crédito.

### **Clasificación de los activos del mercado de crédito**

- ◆ Como hemos indicado anteriormente, las características de los activos que se negocian en el mercado de crédito son muy variadas y, por tanto, la TIPOLOGÍA de activos es muy grande. No obstante, entre otros, podemos utilizar los siguientes criterios para diferenciar los activos del mercado de crédito.

#### **A) Según el vencimiento de los activos financieros:**

- **Préstamos o créditos a LP:** vencimiento superior a 3 ó 5 años.
- **Préstamos o créditos a MP:** vencimiento entre 3 años y 18 meses.
- **Préstamos o créditos a CP:** vencimiento inferior a 18 meses.

Aunque esta clasificación es relativa y, por tanto, discutible<sup>4</sup>.

También cabe decir que:

- Los créditos a LP y MP están dentro del Mercado de Capitales.
- Los créditos a CP están dentro del Mercado Monetario.

---

<sup>4</sup> Cabe recordar que para cada empresa la delimitación entre el corto y largo plazo depende de su período de maduración que, a su vez, depende del sector en el que la empresa opera y de sus propias características.

**B) Según su destino:**

- **Préstamos o créditos consuntivos** que se destinan al consumo privado.
- **Préstamos o créditos productivos** cuyos fondos se destinan a financiar actividades productivas. A su vez, podemos distinguir entre:
  - Préstamos de explotación o de circulante.
  - Préstamos de inversión.

**C) Según su receptor o prestatario:**

- **Privados.**
- **Públicos.**

**D) Según la garantía exigida:**

Los intermediarios, en ocasiones no exigen sólo un cierto nivel de solvencia al acreedor, sino también la aportación de garantías adicionales suficientes para recuperar los fondos que ceden. A partir de los diferentes tipos de garantías, los créditos también se pueden clasificar en créditos con garantía:

- **Personal** que se conceden atendiendo exclusivamente a la solvencia personal del beneficiario o de un tercero (avalista). Normalmente, se trata de operaciones a corto y medio plazo.
- **Real** en los que se sujeta al buen fin de la operación determinados bienes. A su vez, según los bienes sujetos, podemos distinguir:
  - Garantía hipotecaria cuando los bienes sujetos al cumplimiento de la operación son bienes inmuebles.
  - Garantía pignoratia en que se asegura la operación con un bien mueble en prenda (por ejemplo, acciones, depósitos a plazo, etc.).

**E) Según la forma concreta de pago:**

- **De cuota única:** implica un único pago que recoge todos los intereses y la devolución del principal.

- **De cuota constante:** pagos periódicos de la misma cuantía, en los cuáles una parte, que va disminuyendo con el tiempo, corresponde a intereses y otra, que va aumentando, a la devolución del principal.
- **De cuota decreciente:** devolución de una parte constante del principal.
- **De cuota variable:** fórmulas de pago no comprendidas en los casos anteriores.

F) **Según el número de entidades prestamistas:**

- **Créditos con prestamista único:** concedidos por una única entidad financiera.
- **Créditos sindicados.** Son créditos que, debido a su cuantía elevada, precisan la intervención de varias entidades financieras. Una entidad determinada actúa como “agente”. Esto es, como encargado de organizar la operación. Para ello, elige un grupo de entidades “directores” que suscriben parte del crédito. Así, en esta modalidad, el prestamista es un grupo de forma que consiguen reducir el riesgo que conllevan las grandes operaciones.

◆ Para concluir este apartado, vamos a referirnos a:

• **La diferencia entre PRÉSTAMO y CRÉDITO:**

- Cuando la financiación se dispone y se amortiza de una vez o con un calendario fijo ⇒ PRÉSTAMO.
- Cuando la financiación se dispone y reembolsa a voluntad del prestatario (empresa), pero con un plazo de vencimiento final ⇒ CRÉDITO. Suele ser a corto plazo y, además, se instrumentaliza en créditos en cuenta corriente.

No obstante, en el siguiente tema profundizaremos en las diferencias entre ambas fuentes de financiación.

- **Los préstamos participativos.** Surgen en España a mediados de los años 80 y se dirigen a financiar a los sectores más afectados por la crisis económica y en reconversión. Se trata de aquéllos que se caracterizan porque la entidad prestamista percibe un interés variable en función de la evolución de la empresa prestataria (beneficio neto, volumen de negocio, patrimonio total, etc.) y si se acuerda además un interés fijo, con independencia de la evolución de la actividad.

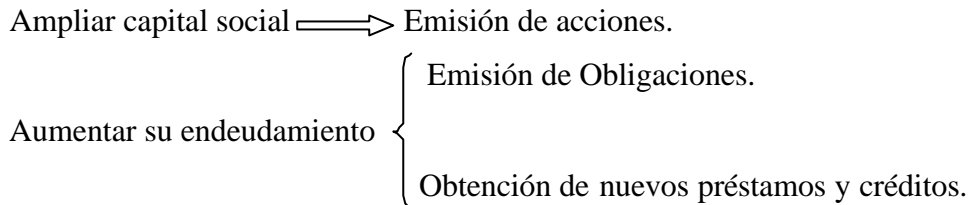
### **El crédito a medio y largo plazo para la empresa**

- ◆ Los créditos y préstamos a medio y largo plazo, forman parte de los **CAPITALES PERMANENTES** de la empresa. Se utilizan para financiar el **ACTIVO FIJO** y la parte más estable del activo circulante (**FONDO DE MANIOBRA**).
- ◆ Los créditos a CP financian los incrementos temporales del activo circulante: inventarios, cuentas a cobrar, etc. y se devuelven cuando el activo circulante recupera su nivel normal.
- ◆ Los créditos a MP y LP suelen ser atendidos (devolución del principal e intereses) con el excedente de dinero que genera la operación que financian. La naturaleza de la inversión determina la financiación a utilizar.
- ◆ El volumen de fondos, el plazo y las condiciones de devolución ha de estar en concordancia con las **NECESIDADES** de inversión de la empresa y su coste con la **RENTABILIDAD** esperada de las inversiones previstas.
- ◆ Para concluir este apartado, cabe señalar que es frecuente que los préstamos a medio plazo tengan una gestión más rápida y un coste inferior a los préstamos a largo. Además, generalmente, son más fáciles de conseguir. Es por eso que en algunos casos se utilizan mientras se gestiona la obtención de recursos a plazo más largo (emisión de acciones, obligaciones, etc.) con tal de no retrasar la inversión prevista. Con parte de los recursos a largo, se cancelará el préstamo a medio plazo. Es lo que se conoce como **“créditos puente”** o **“de prefinanciación”**.



### 3.3 LOS MERCADOS DE EMISIÓN: ACCIONES Y OBLIGACIONES

Cuando una empresa acude al sistema financiero en busca de financiación externa tiene varias posibilidades. Puede decidir:



A continuación, vamos a centrarnos en los mercados de títulos. Es decir, en la financiación que pueden obtener las empresas emitiendo acciones y obligaciones. Al respecto, recordemos que las unidades de gasto con déficit EMITEN activos financieros (primarios) para conseguir financiación.

#### Definición

- ◆ Se define el **mercado primario o de emisión** como el lugar, mecanismo o sistema mediante el cual se colocan (venden) los activos por primera vez. Es, por tanto, donde acuden las empresas y otros agentes económicos con déficit para conseguir fondos mediante la emisión de acciones y obligaciones.
- ◆ Generalmente, se trata de mercados NO ORGANIZADOS, ya que es el emisor quien fija el mecanismo de negociación y el precio. Esto no quiere decir que siempre sean mercados no organizados, cuando se trata de emisiones del estado, comunidades autónomas o grandes empresas, los mercados primarios suelen tener normas de funcionamiento y mecanismos competitivos para la formación del precio de emisión.

#### Tipos de activos

- ◆ La empresa emite principalmente 3 tipos de activos:
  1. PAGARÉS DE EMPRESA.
    - Instrumento de financiación a corto plazo ⇒ Se emiten en el mercado monetario.
    - Desde el punto de vista de la estructura financiera, su emisión significa un aumento en el nivel de endeudamiento.
    - Forma de emisión: al descuento.

## 2. ACCIONES.

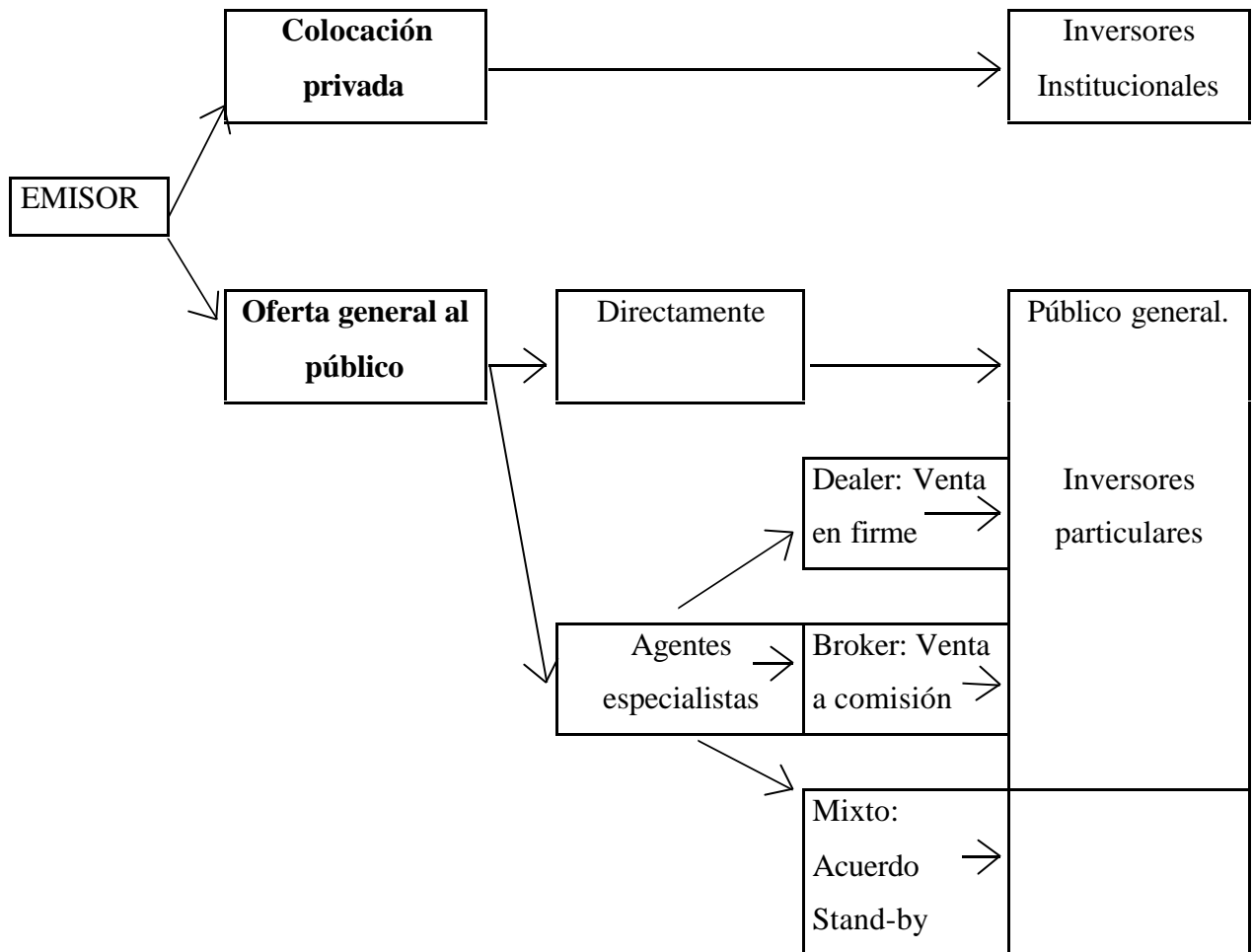
- Desde el punto de vista de la estructura financiera significa un aumento de recursos propios.

## 3. OBLIGACIONES.

- Desde el punto de vista de la estructura financiera supone un aumento en el nivel de endeudamiento.

- ◆ La emisión de títulos en España es libre. En principio no requiere una autorización administrativa y el emisor puede utilizar cualquier procedimiento de colocación. Esto es así porque la emisión puede hacerse dentro o fuera de los mercados oficiales. No obstante, si se desea hacer la emisión dentro de un mercado oficial sí que se deben cumplir los requisitos que exige dicho mercado.
- ◆ Normalmente son las grandes empresas (Sociedades Anónimas) las que acuden a los mercados primarios de títulos. Por esta razón, las emisiones de títulos, en España, tienen una doble regulación:
  - La ley S.A. (L.S.A. y R.D.L. 1564/1989).
  - La ley L.M.V. (24/1988) reformada por la ley 37/1998.
- La L.S.A. contiene normativa específica según el tipo de activo (acciones).
- La L.M.V. contiene las disposiciones generales que se deben cumplir en la emisión de títulos dentro de los mercados oficiales de valores. Estos requisitos son:
  - Comunicación a la CNMV del proyecto de emisión.
  - Existencia de auditoría independiente de los estados financieros.
  - Presentación a la CNMV del folleto informativo: características de valores, procedimiento de colocación, resultado de auditoría.
  - Transcurso de plazo mínimo entre fases.
- ◆ El siguiente gráfico refleja los procedimientos para la colocación de títulos en el mercado primario.

**Procedimientos para la colocación de activos financieros: emisión de títulos**



**Cuadro 4:** Procedimientos para la colocación de activos financieros en el mercado primario. Obtenido de Fernández, M. y otros (1991), pág. 165 y Suárez, A. S. (1998), pág. 338

**A) COLOCACIÓN PRIVADA A INVERSORES INSTITUCIONALES**

- ◆ Es la forma más sencilla para la empresa y también la más barata (Suárez, A.S. 1998, pág. 166).
- ◆ El emisor coloca directamente las acciones/obligaciones a un determinado grupo de inversores con los cuales se ha pactado previamente las condiciones (precio, etc.). Estos grupos suelen ser:

- Grandes instituciones que están obligadas por ley a invertir en títulos. Por ejemplo: fondos de pensiones, FIM, compañías aseguradoras, bancos...
- También pueden ser los trabajadores de la empresa, proveedores, clientes...

### Ventajas

- Menores gastos, ya que no hay que hacer publicidad, ni pagar comisiones.
- Mayor rapidez porque la suscripción se hace en bloque (toda de una vez).
- Mayor flexibilidad porque la empresa emisora puede negociar directamente con el comprador.

### Inconvenientes

- Hoy la publicidad es importante para la empresa y la emisión de acciones es una forma de darse a conocer.
- Si las acciones/obligaciones están concentradas en unos pocos inversores, el funcionamiento posterior del mercado secundario será más difícil y el activo perderá liquidez.
- Desde el punto de vista del control de la empresa, aparecen grupos de influencia.

## **B) COLOCACIÓN MEDIANTE OFERTA GENERAL AL PÚBLICO**

- ◆ Cuando el emisor quiere colocar los títulos entre inversores individuales el procedimiento se realiza mediante ofertas al público en general.
- ◆ Estas ventas pueden realizarse:
  - **DIRECTAMENTE por parte del emisor.**
  - **A través de AGENTES ESPECIALISTAS.** Éstos normalmente son Sociedades de Valores y Agencias de Valores (muchas de ellas pertenecientes a Bancos). Los especialistas actúan como mediadores entre el emisor de los títulos y los posibles suscriptores, ya que conocen los mercados financieros. Su misión tiene una doble faceta:
    - 1.- Aconsejan al emisor sobre las características que debe tener la emisión y el mercado para que la emisión tenga éxito. Proporcionan consejos financieros.
    - 2.- Actúan como colocadores de los activos (mediadores).

Son importantes, ya que el éxito en la colocación de una emisión de títulos depende, en gran medida, del banco o los agentes especialistas que intervengan en la operación.

La participación de los agentes especialistas en las emisiones de acciones y obligaciones suele presentar alguna de las 3 modalidades siguientes:

#### **VENTA EN FIRME (DEALER)**

- El especialista compra la totalidad de los títulos al emisor para colocarlos después en el mercado a un precio superior. La ganancia la obtienen como diferencia entre el precio de venta y el precio de compra, descontando los gastos de comercialización.
- Es la modalidad más utilizada por las empresas, ya que permite garantizar la obtención de todos los recursos financieros.
- Es también más cara para la empresa ya que el especialista, al asumir todo el riesgo, establecerá un precio más barato  $\Rightarrow$  un precio más barato significa menos cantidad de recursos para la empresa.

#### **VENTA A COMISIÓN o VENTA AL MAYOR ESFUERZO (BROKER).**

- Si el especialista no quiere asumir ningún riesgo, lo que hará será actuar simplemente como mediador en la venta: su retribución será en forma de comisión.
- El inconveniente que tiene es que el emisor asume el riesgo y se hace cargo de los títulos no vendidos.

#### **ACUERDO STAND-BY:**

- Es una mezcla de los dos anteriores.
- Consiste en vender a comisión la mayor cantidad de títulos en el mercado.
- Y después, los no vendidos, se los queda el especialista a un precio inferior al de mercado (que ya se había pactado previamente).

- ◆ Una emisión tendrá éxito si se venden todos los títulos emitidos al precio estimado. Al respecto, los factores que determinan el éxito en la colocación de una emisión son (Fernández, M. y otros 1991, págs. 166-167 y Suárez, A. S. 1998, págs. 341 – 342):

1. El precio de emisión. Cuanto menor sea el precio de emisión, más fácil será vender los nuevos títulos, pero el emisor conseguirá menos fondos. Por tanto, el precio de emisión debe fijarse con mucho cuidado, es una tarea en la que se necesita la ayuda de especialistas, ya que hay que tener en cuenta la tendencia del mercado, las expectativas de beneficio de la empresa, etc.

En el caso de emisión de acciones, el precio de emisión de las acciones nuevas ha de ser siempre inferior al valor de mercado de las acciones antiguas, puesto que, de lo contrario, nadie compraría las acciones nuevas. Además, como el precio de emisión ha de mantenerse por debajo mientras dure la suscripción, ha de fijarse con un margen entre el precio de emisión y la cotización de las acciones viejas suficientemente grande para que, si el precio de mercado de dichas acciones desciende, nunca quede por debajo del precio de emisión de las acciones nuevas, ya que en ese caso la nueva emisión sería un fracaso. No obstante, este margen no debe ser muy grande, ya que entonces obtendremos menos recursos.

2. El volumen de la emisión. Cuanto menos títulos haya que colocar, más fácil será. Por ejemplo, si la ampliación de capital es de una acción antigua por una nueva será más difícil colocarla que si la emisión es de una acción nueva por cada cuatro antiguas.

El volumen y el precio son dos factores interdependientes, deben establecerse conjuntamente, una vez fijadas las necesidades de financiación que se quiere cubrir con la emisión, ya que el VOLUMEN DE FONDOS OBTENIDO POR LA EMPRESA será el producto del número de acciones por el precio de emisión.

3. La distribución en el mercado de los títulos antiguos influye sobre todo en la colocación de las acciones. Si los títulos viejos están muy repartidos, es mucho más fácil y seguro colocar las emisiones nuevas que si están en manos de pocos inversores, ya que en este caso la colocación será mucho más frágil.

4. Apoyo de un buen especialista. La intervención de un buen agente especialista es un factor importante.
  5. Elección de un buen momento. El éxito de la emisión depende de si nos encontramos en una fase de crecimiento o decrecimiento del ciclo económico, de la evolución de los tipos de interés y otra información del mercado.
  6. Una publicidad adecuada. Si es excesiva, resulta cara, mientras que si es insuficiente se pueden perder ventas.
- ◆ Para concluir este apartado, podemos resumir lo anterior, diciendo que la obtención de financiación mediante la emisión de títulos requiere un gran esfuerzo de planificación para la empresa, pero normalmente le saldrá más barato que la financiación a crédito.

### **LAS ACCIONES QUE EMITE LA EMPRESA**

- ◆ Uno de los activos más importantes que emite la empresa son las ACCIONES: Parte alícuota del capital social de una sociedad anónima.
- ◆ La emisión de acciones proporciona RECURSOS PROPIOS y el rendimiento para su propietario depende de la política de dividendos de la sociedad, de las variaciones experimentadas por los beneficios de la entidad y de las posibles plusvalías o ganancias de capital originadas.
- ◆ Las características genéricas de cualquier acción vienen determinadas por una serie de derechos y obligaciones que tiene su poseedor: SOCIO (Suárez, A. S. 1998, págs. 338 – 339; Fernández, M. y otros 1991, págs. 167 –168).

### **DERECHOS**

1. Derecho de PARTICIPACIÓN en el reparto de beneficios y en el patrimonio de liquidación. Respecto a este beneficio, se denomina “dividendo activo” a la parte del beneficio anual que la empresa decide repartir a los socios. Si el reparto se efectúa antes de finalizar el ejercicio económico, se denomina “dividendo a cuenta” y cuando se completa, el resto recibe el nombre de “dividendo complementario” (Fernández, M. y otros 1991, pág. 168).

Ahora bien, el rendimiento de las acciones se deriva tanto de los dividendos como de las plusvalías conseguidas en el mercado por diferencia entre los precios de compra y venta. Como el beneficio futuro de la empresa (por tanto, el dividendo) y el precio de venta de una acción no se conocen en el momento de la compra, el rendimiento o rentabilidad de las acciones es una variable arriesgada en un doble sentido, recoge el riesgo del emisor a través de la variabilidad de los beneficios potenciales y también el riesgo derivado de los cambios de precio en el mercado secundario.

2. Derecho de ASISTENCIA y VOTO. Los accionistas tienen derecho a asistir a las Juntas generales de la Sociedad, a expresar su opinión y a votar en las mismas siempre que cumplan las condiciones estatutarias. Al respecto, con frecuencia los estatutos establecen como requisito tener un número mínimo de acciones para ejercitar este derecho.
3. Derecho de TRANSMISIÓN de las acciones: herederos, venta. En las sociedades que no cotizan en Bolsa este derecho puede condicionarse, pero nunca impedirse. En las que cotizan en Bolsa, las acciones se pueden transmitir sin condición o restricción alguna.
4. Derecho de SUSCRIPCIÓN PREFERENTE de las nuevas acciones cuando la empresa decide realizar una ampliación de capital emitiendo nuevas acciones. Éste salvaguarda los derechos de los accionistas antiguos sobre las reservas de la sociedad. No obstante, si los accionistas antiguos no desean suscribir las nuevas acciones, pueden enajenar el derecho de suscripción percibiendo, así, una renta adicional.
5. Derecho de información.

### **OBLIGACIONES**

1. PAGO. Es decir, han de efectuar el DESEMBOLSO total de la participación.
2. RESPONSABILIDAD por las deudas y pérdidas de la empresa en función del capital aportado.



- ◆ De estas características se desprende que el RENDIMIENTO de la acción para el inversor se deriva de su DERECHO:
  - Sobre los beneficios  $\Rightarrow$  materializado en los DIVIDENDOS que dependen de la política de dividendos de la empresa.
  - Derecho de transmisión  $\Rightarrow$  rendimiento que vendría dado por la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de la acción: PLUSVALÍA.
- ◆ Como tanto el beneficio de la empresa (dividendo) como el posible precio de venta de la acción son variables no conocidas, inciertas, a las acciones se les denomina **TÍTULOS DE RENTA VARIABLE.**

### CLASES DE ACCIONES

Podemos clasificar las acciones en función de diferentes criterios (Fernández, M. y otros 1991, págs. 168 – 169; Suárez, A. S. 1998, págs. 339 – 341):

#### 1.- EN FUNCIÓN DE LA TITULARIDAD:

- a) Nominativas.
- b) Al portador.

#### 2.- POR SU SITUACIÓN:

- a) En cartera.
- b) Suscritas.
- c) Desembolsadas.

#### 3.- EN FUNCIÓN DEL PRECIO DE EMISIÓN Y EN COMPARACIÓN CON EL VALOR NOMINAL:

- a) Acciones a la par: aquéllas en las que el precio de emisión coincide con el valor nominal  $\Rightarrow E = N$ .
- b) Acciones sobre la par o con prima: aquéllas que se emiten a un precio superior al valor nominal  $\Rightarrow E > N$ .
- c) Acciones bajo la par o con “quebranto de emisión”: aquéllas que se emiten a un precio por debajo de su valor nominal. Estas acciones están prohibidas en España. No obstante, lo que sí está permitido es la emisión de acciones parcial o totalmente liberadas. En este caso, el accionista

compra la acción a un precio inferior al nominal (incluso valor cero) pero no se producen pérdidas porque la empresa cubre la diferencia con cargo a reservas. Se realiza:

- Como una forma complementaria de remunerar al accionista.
- Cuando el precio de mercado de una acción es inferior al nominal y se quiere hacer una ampliación de capital.

Sólo la parte no liberada (la que paga el accionista) es nueva financiación para la empresa. Si la ampliación es totalmente liberada, ésta no es fuente de financiación.

#### 4.- EN FUNCIÓN DE LOS DERECHOS QUE INCORPORAN:

- a) Acciones ordinarias o corrientes: aquéllas que confieren los derechos básicos que hemos comentado.

Cabe señalar que mientras que en España el derecho de suscripción preferente se da por ley y, por tanto, las acciones que tienen este derecho son acciones ordinarias, no ocurre lo mismo en otros países, en los que éste es un derecho especial.

- b) Acciones privilegiadas o preferentes: aquéllas que confieren derechos adicionales o diferentes de los del socio común. Pueden incorporar derechos políticos o económicos. Si las acciones cotizan en mercados secundarios, estas diferencias tendrán reflejo en el precio de mercado. No son habituales en España. Como ejemplos, tenemos:

1. Acciones con dividendo mínimo: Derecho a una cantidad fija de dividendos. A estas acciones se les reparte un dividendo mínimo aunque no se reparta a las demás.

El principal **inconveniente** de esta forma de financiación, que casi se parece a las obligaciones (son un híbrido) es que los dividendos no son deducibles de la base imponible del impuesto de sociedades mientras que los intereses de las obligaciones sí.

La **ventaja** es que no hay que amortizar y que representa capital propio y, por tanto, mejora la estructura financiera.

2. Preferencia a la hora de la liquidación.
3. También se incluyen dentro de las acciones preferentes algunas que incorporan derechos negativos: menos derechos de los habituales. En

este sentido una de las innovaciones más recientes (1989) son las acciones sin derecho a voto: suspensión del derecho en las juntas generales de accionistas a cambio de una participación privilegiada en los resultados (dividendo fijo mínimo). Esto es, se produce la renuncia del derecho a voto pero se adquiere derechos adicionales estipulados por ley. Tiene 2 finalidades:

- Superar el absentismo de los accionistas
- Permitir captar nuevos fondos sin que se vea alterado el poder de gestión de la entidad.

Se trata de una innovación financiera cuya implantación general se está estudiando en los mercados financieros y que aparece por primera vez en España en 1989. (“tiburones”).

La bolsa se utiliza cada día más para que un determinado grupo tome el poder-control de las empresas: esta posibilidad hace que los gerentes de las empresas vigilen continuamente la cotización y adquisición de las acciones de sus empresas. Esta vigilancia necesita de muchos esfuerzos. Si las acciones no tuvieran derecho de voto no sería necesaria esta vigilancia

### **El derecho de suscripción preferente**

- ◆ Como hemos indicado, uno de los derechos básicos que incorporan las acciones es el DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE que tienen los accionistas cuando la empresa hace una ampliación de capital.

### **JUSTIFICACIÓN**

- ◆ Como sabemos, en la empresa se van generando las reservas (autofinanciación) con la parte de los beneficios que no se reparte como dividendo. Está claro, por tanto, que esas reservas pertenecen a los accionistas y se invierten en la actividad, incrementando la riqueza.
- ◆ Con la emisión de acciones se amplía el capital social y después de esa ampliación el número de acciones es mayor y, por tanto, esa riqueza generada se ha de dividir

entre más acciones (ya que, en principio, todas las acciones, incorporan los mismos derechos).

- ◆ Además, la empresa debe **dar la oportunidad** a los antiguos accionistas de que, si lo desean, **puedan mantener el mismo porcentaje de propiedad** que tenían. El derecho de suscripción les da esa oportunidad.
- ◆ Ahora bien, ese derecho **se puede separar de la acción** y puede negociarse independientemente de ella. Y por tanto, tiene un valor.
- ◆ Debido a esto, normalmente el mercado de emisión de acciones sigue un sistema diferente al estudiado antes  $\Rightarrow$  Durante un tiempo, la oferta de nuevas acciones se dirige sólo a los antiguos accionistas que pueden suscribir nuevas acciones o vender los derechos sobre esas acciones en un mercado que se forma especialmente para tal fin. Así, antes de la emisión efectiva de las nuevas acciones se puede calcular:
  - el VALOR TEÓRICO DE LOS DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN.
  - el VALOR TEÓRICO de las acciones después de la ampliación.
- ◆ El PRECIO DE EMISIÓN lo fija la empresa con la condición de que sea menor que el precio de las acciones viejas (ya que nadie compraría acciones nuevas y, además, las acciones viejas tiene el derecho de suscripción y las nuevas no, incluso en ocasiones, las viejas tienen derechos económicos que no tienen las nuevas).
- ◆ El precio de emisión de una acción siempre estará comprendido entre el valor nominal y el precio de mercado:

$$N < E < P_0$$

- El precio de emisión por ley debe ser mayor o igual que el nominal  $E > N$  (está prohibido emitir acciones bajo la par).
- $E < P_0$  para que el público compre acciones nuevas. Esta condición no es trivial: debe mantenerse todo el tiempo que dure el mercado de emisión y  $P_0$  es una variable aleatoria que depende de la evolución del mercado bursátil. Si el precio de mercado en algún momento es inferior al nominal, la única posibilidad para la empresa si quiere ampliar capital es emitir acciones parcialmente o totalmente liberadas, de forma que el accionista paga el precio de mercado:  $P_0$ , o menos, y el resto hasta el nominal, lo aporta la empresa.

### Cálculo del valor teórico de los derechos de suscripción y del valor teórico de las acciones de la empresa después de la ampliación.

- ◆ A partir de este razonamiento, vamos a calcular el valor teórico de un derecho de suscripción. Previamente vamos a describir la terminología que utilizaremos:

$P_0$  = Precio de mercado de las acciones viejas.

$E$  = Precio de emisión de una acción nueva. El precio de emisión lo fija la empresa con la única condición de que sea inferior al valor de mercado de las acciones en Bolsa y superior o igual al nominal  $N < E < P_0$ .

$D$  = Valor teórico de un derecho de suscripción.

$v$  = Número de acciones viejas en circulación.

$n$  = Número de acciones nuevas que se han emitido.

- ◆ Haremos el supuesto de que no existen diferencias en los derechos económicos de las acciones nuevas y de las antiguas.

- Antes de la emisión, el valor de mercado de las acciones:  $v \cdot P_0$
- Después de la emisión, el valor de mercado total será:  $v \cdot P_0 + n \cdot E$ .
- Por otra parte, ese mismo valor de mercado total se puede obtener como  $P_1(v + n)$ , siendo  $P_1$  el precio de cotización de una acción cualquiera (vieja o nueva) después de la ampliación.

- ◆ Por tanto, igualando las dos últimas expresiones y despejando  $P_1$ , obtenemos el **VALOR TEÓRICO DE UNA ACCIÓN DESPUÉS DE LA EMISIÓN:**

$$P_1 = \frac{v \cdot P_0 + n \cdot E}{v + n} \quad (1)$$

- ◆ Por otra parte, podemos obtener el valor teórico de los derechos de suscripción siguiendo varios procedimientos.

#### Procedimiento 1

Durante el tiempo que dura la emisión, un inversor tiene dos posibilidades de comprar acciones de la empresa:

- \* Adquirir la acción nueva en el mercado de emisión y pagar el precio de emisión más el valor de los derechos de suscripción necesarios. En ese caso desembolsaría:

$$E + \left( \frac{v}{n} \right) \cdot D$$

- \* Adquirir una acción vieja en Bolsa a su precio de mercado, acción que lleva incorporado un derecho de suscripción que puede vender en el mercado.

$$P_0 - D$$

- ◆ Si el mercado funciona bien, se eliminará las posibilidades de arbitraje y los precios de activos idénticos serán iguales aunque se coticen en mercados diferentes:

$$E + \left( \frac{v}{n} \right) \cdot D = P_0 - D$$

Si operamos y despejamos, obtenemos el valor teórico del derecho de suscripción preferente:

$$D = \left( \frac{n}{n + v} \right) \cdot (P_0 - E) \quad (2)$$

### Procedimiento 2

- ◆ Para adquirir la totalidad de las acciones nuevas se podría hacer dos cosas:
  - \* Comprar todos los derechos de suscripción y las acciones nuevas en el mismo momento de la ampliación.  $\Rightarrow$  Costaría pagar:

$$v \cdot D + n \cdot E$$

- \* Comprar todas las acciones nuevas en el mercado después de la ampliación.  $\Rightarrow$  Costaría pagar:

$$n \cdot P_1$$

- ◆ En un mercado eficiente las dos operaciones tendrían que ser equivalentes:

$$v \cdot D + n \cdot E = n \cdot P_1$$

$\Rightarrow$  despejamos D :

$$D = \frac{n}{v}(P_1 - E)$$

y si sustituimos  $P_1$  por su valor (aplicando la expresión 1) se tiene:

$$D = \frac{n}{n+v} \cdot (P_0 - E)$$

como se demuestra a continuación:

Demostración:

$$D = \frac{n}{v}(P_1 - E)$$

$$D = \frac{n}{v} \left( \frac{v \cdot P_0 + n \cdot E}{n+v} - E \right) = \frac{n \cdot v \cdot P_0}{v(n+v)} + \frac{n \cdot n \cdot E}{v(n+v)} - \frac{n \cdot E}{v}$$

$$\frac{n \cdot P_0}{n+v} \quad \frac{n \cdot n \cdot E}{v(n+v)} - \frac{n \cdot E(n+v)}{v(n+v)}$$

$$\frac{n \cdot n \cdot E}{v(n+v)} - \frac{n \cdot E \cdot n}{v(n+v)} - \frac{n \cdot E \cdot v}{v(n+v)}$$

$$- \frac{n \cdot E \cdot v}{v(n+v)} = - \frac{n}{n+v} \cdot E$$

$$D = \frac{n \cdot P_0}{n+v} - \frac{n}{n+v} \cdot E = \frac{n}{n+v} (P_0 - E)$$

### Procedimiento 3

El valor teórico del derecho de suscripción preferente también se puede calcular como la diferencia entre el valor de una acción antes y después de la ampliación ya que

como hemos dicho: refleja la pérdida de valor de una acción desde el punto de vista del accionista:

$$D = P_0 - P_1 \quad (3)$$

Nótese que si sustituimos  $P_1$  por la expresión (1), se obtiene la expresión (2).

Para concluir este apartado, cabe señalar dos cuestiones:

- ◆ Si la emisión es con prima, se reduce el valor teórico del derecho de suscripción, ya que estamos dotando reservas con la prima de emisión.
- ◆ El valor que hemos obtenido es un VALOR TEÓRICO. No obstante, aunque el mercado establece el precio de intercambio, la posibilidad de actuar en el mercado de derechos y en el mercado de acciones (viejas) hace que el precio real tienda a ser el teórico. Por ejemplo:

Precio < al teórico  $\Rightarrow$  sería mejor comprar derechos y acciones nuevas ya que cuestan menos de lo que valen teóricamente. Pero si todos hicieran igual  $\Rightarrow$  todos querrían comprar derechos  $\Rightarrow$  subiría la demanda y subirían los precios.

### **LAS OBLIGACIONES QUE EMITE LA EMPRESA**

- ◆ Un empréstito es una operación de préstamo en la que el capital prestado se divide en una gran cantidad de operaciones de préstamo elementales, con condiciones financieras, en principio, equivalentes y reembolsables según un plan general y unitario de amortización.
- ◆ Las partes alícuotas en que se divide la operación se materializan en títulos-valores que reciben el nombre genérico de OBLIGACIONES, pero también bonos (a medio plazo), cédulas, pagarés (a corto plazo),..
- ◆ Así, mientras que en un préstamo hay, en principio, un único acreedor, en el empréstito hay tantos acreedores como tenedores de obligaciones.
- ◆ Los tenedores de obligaciones se denominan obligacionistas y son acreedores de la empresa.



## **CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LAS OBLIGACIONES**

1. Son activos financieros que representan la parte alícuota de un empréstito.
2. Los obligacionistas son acreedores de la empresa.
3. Tienen un período de vida determinado: las obligaciones nacen para ser amortizadas, más pronto o más tarde.
4. Su rendimiento es fijo y se paga mediante un tipo de interés. El rendimiento no depende de los resultados o beneficios de la empresa, sino que su remuneración está pactada en el momento de la emisión (**títulos de renta fija**).

## **DIFERENCIAS ENTRE ACCIONES Y OBLIGACIONES**

Existe una aparente analogía entre estos dos activos financieros ya que son títulos emitidos normalmente por las sociedades anónimas y los dos incorporan derechos económicos (esperanza de rendimiento) frente a una sociedad.

### **Diferencias:**

1. Los accionistas son socios y los obligacionistas son acreedores.
2. La renta que recibe periódicamente el obligacionista se pacta previamente y, por tanto, es conocida. Mientras que el dividendo del socio depende del resultado de la empresa.
3. El obligacionista tiene derecho al reembolso del capital prestado mientras que el accionista sólo tiene ese derecho en caso de liquidación de la sociedad y, además, no sabe cuál será la cantidad reembolsada.
4. El accionista tiene derechos económicos y políticos (derecho al dividendo, a voto, de suscripción preferente) y el obligacionista sólo tiene derechos económicos.
5. El riesgo del accionista es mayor tanto por la incertidumbre del rendimiento como por la orden de prelación a la hora de liquidar la empresa (primero el obligacionista y después - el último - el socio).

<b>Acciones</b>	<b>Obligaciones</b>
El accionista es un socio.	El obligacionista es un acreedor.
Su rendimiento depende del beneficio de la empresa repartido en forma de dividendo.	Su rendimiento es fijo y conocido en el momento de la emisión.
Únicamente dan derecho al reembolso del capital prestado en caso de liquidación y tras pagar a los acreedores.	Dan derecho al reembolso del capital prestado.
Confieren derechos económicos y políticos.	Únicamente confieren derechos económicos.
Riesgo mayor: - Incertidumbre rendimientos. - Prelación en el cobro.	Riesgo menor.

**Cuadro 5:** Resumen de las diferencias entre acciones y obligaciones.

### **CLASIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES.**

- ◆ Antes de abordar la clasificación de las obligaciones, cabe señalar que el mercado de renta fija es uno de los que ha tenido más innovaciones en los últimos 20 años.
- ◆ Para comprender esta evolución, hay que tener en cuenta que en las últimas décadas no hemos enfrentado a altas tasas de inflación y altos tipos de interés. Al respecto, las dos variables que más inciden en los títulos de renta fija son: inflación (ya que deprecia su valor) y la subida de tipos de interés (ya que los títulos ya emitidos son menos atractivos para el inversor).
- ◆ En este contexto económico, el mercado de renta fija intentó que las obligaciones se adaptaran a las nuevas condiciones económicas de forma que resultaran atractivas para inversores y emisores, dando lugar a la aparición de nuevos títulos valores: activos financieros que dentro del concepto de obligación tenían características financieras muy diferentes, incorporando rendimientos variables para el medio plazo y fórmulas mixtas entre los títulos de renta fija y renta variable.

- ◆ Para concluir el tema, veamos las distintas clasificaciones que podemos hacer de las obligaciones.

1.- SEGÚN LA FORMA DE DESIGNAR AL TITULAR:

- a) **Obligaciones nominativas.**
- b) **Obligaciones al portador.**

2.- SEGÚN EL EMISOR.

- a) **Privadas:** Representan deuda de empresas.
- b) **Públicas:** Representan deuda del Estado Español.

3.- SEGÚN EL VENCIMIENTO O PERÍODO DE AMORTIZACIÓN.

- a) **Corto plazo:** Período de amortización inferior a 18 meses. Generalmente se denominan Pagarés o Letras.
- b) **Medio plazo:** Entre 18 meses y 3 años. Se denominan Bonos.
- c) **Largo plazo:** Más de 3 años y se denominan Obligaciones.

4.- SEGÚN EL PRECIO DE EMISIÓN Y EL VALOR NOMINAL.

- a) **A la par:** Precio de emisión = Valor nominal.
- b) **Bajo par:** Precio de emisión < Valor nominal. (Son las que se emiten al descuento).
- c) **Sobre par:** Precio de emisión > Valor nominal.

La diferencia entre el precio de emisión y el valor nominal se denomina PRIMA DE EMISIÓN y puede ser positiva (sobre par) o negativa (bajo par). También puede haber obligaciones con PRIMA DE REEMBOLSO, que consiste en concederle una ventaja al obligacionista al reintegrarle una cantidad superior al nominal de la obligación (aparte de los intereses que ha recibido periódicamente).

5.- SEGÚN LOS DERECHOS QUE INCORPORAN.

- a) **Ordinarias.**
- b) **Especiales.**
- c) **Convertibles.**

**a) Obligaciones ordinarias**

- Son aquéllas que no incorporan derechos adicionales respecto al modelo clásico. Se emiten a la par, tienen un pago periódico de intereses y se reembolsan por el nominal.

**b) Obligaciones especiales**

- Incorporan derechos adicionales o diferentes a los de las obligaciones ordinarias.
- Dentro de esta categoría de obligaciones, podemos distinguir:

**b.1) Obligaciones indicadas**

- Alguna de las características del título (interés, valor de amortización o ambos) depende de algún tipo de índice de referencia, generalmente representativo del nivel de inflación o de la variación de tipos de interés.
- En general, el tipo de interés de estas obligaciones está formado por una parte FIJA y otra VARIABLE que depende de un tipo de interés de referencia (MIBOR, mercado interbancario: Madrid Interbank Offered Rate).

De esta manera se intenta que el rendimiento “real” de la obligación se mantenga estable. Pero aumenta la incertidumbre para el emisor.

En España está prohibido indicar según la tasa de inflación desde 1989. Para salvar el tema de la inflación, se indica el valor de amortización de tal forma que el valor de amortización > nominal. En concreto, el valor de amortización se multiplica por un coeficiente que hace que dicho valor sea superior al nominal.

**b.2) Obligaciones a interés variable**

- Obligaciones emitidas a más de un tipo de interés, pactado y perfectamente determinado en el momento de la emisión sin ningún elemento de incertidumbre en su diseño.
- No son indicadas.

**b.3) Obligaciones participativas**

- Híbridos entre acciones y obligaciones.
- Son obligaciones con una parte fija y otra que se hace depender de los resultados de la empresa. Esto es, participan del resultado.
- No se pueden considerar capital propio porque finalmente se amortizan, aunque formen parte de los capitales permanentes y sean muy estables.

**b.4) Cédulas participativas**

- Se trata de títulos emitidos por las Cajas de Ahorro. Son obligaciones que tienden a parecerse a las acciones (recuérdese que las Cajas de Ahorros no pueden emitir acciones).
- Son una fuente de recursos permanentes muy estable (a muy largo plazo) cuyo rendimiento depende de los resultados de la entidad emisora y pueden negociarse en Bolsa.

**c) Obligaciones convertibles**

- La convertibilidad hace referencia a la posibilidad de TRANSFORMAR un título con unas características por otro título con otras características.
- Las obligaciones convertibles incorporan el derecho adicional y opcional para el obligacionista de permitir la transformación o la compra de títulos de renta variable (acciones) o de renta fija en base a unas condiciones fijadas.
- Dentro de esta categoría de obligaciones, podemos distinguir las siguientes modalidades:

**c.1) Obligaciones convertibles en sentido estricto.****c.2) Obligaciones cambiables (canjeables).****c.3) Obligaciones con opción (warrants).****c.1) Obligaciones convertibles en sentido estricto**

- Incorporan la posibilidad de CONVERTIR obligaciones por ACCIONES que se originan en una AMPLIACIÓN DE CAPITAL

- (ad hoc) y el número de acciones nuevas depende el número de obligaciones que optan por la conversión.
- La conversión puede realizarse de forma continua o en determinados períodos fijados y tras ella desaparece la obligación.
  - La **valoración** de las **acciones** también está **fijada** a priori y puede ser a un precio fijo o en base a una media del precio de cotización de las acciones.
  - Normalmente en España la valoración de las nuevas acciones se hace con un descuento sobre la cotización media ya que las acciones nuevas no tienen inmediatamente los mismos derechos que las viejas (por ejemplo: dividendos).
  - **El tipo de interés** que ofrecen estas obligaciones suele ser inferior al de las obligaciones ordinarias, ya que el derecho de conversión tiene un valor (porque proporciona rendimientos adicionales).
  - La relación de conversión es el cociente precio de las acciones nuevas/precio de la obligación en el momento de la conversión.

#### Desde el punto de vista de la empresa

- Reducen los costes financieros, ya que la empresa no tendrá que pagar intereses ni reembolsar las obligaciones.
- Supone “capitales propios diferidos” y, además, como suponen la conversión de recursos ajenos en recursos propios, mejoran la estructura financiera de la empresa.
- En un principio es una fuente financiera más barata ya que el tipo de interés es menor.
- Como **inconveniente**, podemos señalar que la empresa no tiene seguridad absoluta respecto a la fecha y cuantía de la conversión. Por tanto, no sabe bien la cantidad que se convertirá (ni puede prever los intereses y la amortización => incertidumbre).

#### Desde el punto de vista del inversor

- Es un acreedor.

- En principio son renta fija. Si bien como inconveniente se tiene que el tipo de interés es menor.
- Después se puede elegir:
  - Si las expectativas del mercado son buenas  $\Rightarrow$  acciones.
  - Si las expectativas del mercado son malas  $\Rightarrow$  continuar obligaciones.
- Permiten comprar acciones a un precio más barato (porque las acciones se ofrecen con un descuento sobre el precio de mercado).

### **c.2) Obligaciones cambiables o canjeables**

- Son obligaciones que incorporan el derecho de cambio por otro título: obligaciones, acciones viejas de la empresa, acciones de otra empresa del mismo grupo.
- El proceso es parecido al anterior pero, en este caso, el cambio se hace para títulos que ya existen.

### **c.3) Obligaciones con opción (warrant)**

- Son obligaciones ordinarias que llevan incorporado un derecho de compra de acciones durante uno o varios períodos de tiempo a un precio fijo.
- Se puede ejercer este derecho sin amortizar la obligación (no desaparece la obligación). Podría considerarse la unión de dos activos diferentes: la obligación más el derecho. Además, esa opción es negociable y separable independientemente de la obligación por parte del poseedor y se denomina Warrant.
- Como ese derecho es un incentivo (añade un atractivo a la obligación)  $\Rightarrow$  el tipo de interés es menor.

## 6.- SEGÚN LA FORMA DE PAGO Y EL MÉTODO DE AMORTIZACIÓN.

### **a) Obligaciones cupón americano**

- Son obligaciones ordinarias. Esto es, con percepción periódica de intereses y reembolso del valor nominal al final del período.

**b) Obligaciones cupón cero**

- No reparten periódicamente los intereses, sino que se acumulan, generalmente, al final.
- La diferencia entre el precio de reembolso y el precio de emisión es el rendimiento.
- Normalmente se emiten por el nominal y en la amortización se recibe el nominal y todos los intereses.

**c) Obligaciones emitidas al descuento ⇒ PAGARÉS**

- No reparten periódicamente intereses.
- El rendimiento es la diferencia entre el precio de reembolso y el de emisión.
- Se amortizan por el nominal pero el precio de emisión es inferior ( $E < N$ ). Es decir, se emite bajo la par o con prima de emisión negativa.
- Generalmente son obligaciones a muy corto plazo.
- Se dice que es un tipo de obligación cupón cero porque no reparte intereses periódicamente.

**d) Obligaciones con reducción de nominal**

- Se hacen pagos periódicos que incorporan tanto los intereses como parte de la amortización del capital prestado.

**e) Obligaciones con premio o lote**

- Se trata de un tipo de obligaciones especiales que consisten en que cada cierto período de tiempo se sortea entre los títulos pendientes de amortización una remuneración adicional.

Para concluir con esta clasificación, cabe señalar que las obligaciones cupón americano tienen pocas oscilaciones en el mercado, mientras que las obligaciones cupón cero muchas veces cotizan sobre la par (cotización > nominal).



## 7.- OTROS TIPOS DE OBLIGACIONES

### **a) Bonos Basura**

- Obligaciones con un **alto** nivel de **riesgo** debido a la falta de garantías y a la poca solvencia del emisor. Como consecuencia, proporcionan alta rentabilidad.

### **b) Bonos matador**

- Bonos emitidos por no residentes en nuestro país y que se emitían en pesetas.

### **c) Deuda subordinada**

- Obligaciones que se sitúan en el último lugar de prelación de los acreedores de la empresa, inmediatamente por delante de los accionistas (que son los últimos).
- Son las más arriesgadas y, en consecuencia, proporcionan tipos de interés mayores.

### **d) Eurobonos**

- Se trata de bonos emitidos en moneda diferente al país en que se emiten. Por ejemplo, bonos emitidos en \$ en España.